



Analyse des dispositifs d'évaluation de la "recherche" des analystes, une clef d'entrée dans les coulisses des marchés financiers

Isabelle Chambost

► To cite this version:

Isabelle Chambost. Analyse des dispositifs d'évaluation de la "recherche" des analystes, une clef d'entrée dans les coulisses des marchés financiers. Crises et nouvelles problématiques de la Valeur, May 2010, Nice, France. pp.CD-ROM. hal-00479539

HAL Id: hal-00479539

<https://hal.science/hal-00479539>

Submitted on 30 Apr 2010

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

ANALYSE DES DISPOSITIFS D'ÉVALUATION DE LA « RECHERCHE » DES ANALYSTES, UNE CLE D'ENTREE DANS LES COULISSES DES MARCHES FINANCIERS

Isabelle CHAMBOST
GREG - CRC, Chaire CFA
CNAM
40 rue des Jeuneurs
F - 75002 Paris
Tél. : + 33 1 43 41 70 31
Courriel : isabelle.chambost@cnam.fr

Résumé :

Les tensions qui traversent à ce jour la comptabilité, à propos des conventions d'évaluation à la juste valeur des sociétés cotées, mettent en exergue l'importance que revêt une analyse de l'évaluation réalisée par les analystes financiers. Cette communication s'inscrit dans une perspective compréhensive conduisant à s'interroger sur la construction sociale sous-jacente à la formation du

jugement des analystes financiers. Elle propose de soulever plus spécifiquement la question des dispositifs d'évaluation auxquels ils sont, eux-mêmes soumis, comme clé d'entrée d'une réflexion sur les fonctions officielles mais également plus officieuses, que les analystes remplissent dans leur communauté d'appartenance et qui vont ainsi participer à la construction de leur jugement.

Mots-clés : dispositifs d'évaluation, analystes financiers, encastrement relationnel et cognitif, « Grounded Theory ».

Abstract :

Crossing the accounting, tensions about the questions of the fair value, point out the importance of the work, so called "research", made by the financial analysts. This paper, in a comprehension manner, explores the social construction at work about their training of judgment. It aims to raise

more specially, the question of the tools of evaluation of the financial analysts themselves. The tools of evaluation can be seen as keys likely to understand official but also informal functions that the financial analysts perform in their community of belonging.

Key-words: Tools of evaluation, financial analysts, cognitive and relational embeddness, grounded theory

Introduction

Des tensions traversent à ce jour la comptabilité, quant à son rôle ainsi qu'à ses conventions d'évaluation à la « juste valeur ». Elles mettent en exergue l'importance que revêt une analyse de l'ensemble des dispositifs d'évaluation des entreprises cotées, permettant de dépasser la représentation d'un cours boursier, résultante d'un ajustement « magique » d'une offre et d'une demande. La question de l'interprétation des informations comptables par les différents acteurs financiers nécessite d'ouvrir la « boîte noire » de l'intermédiation financière, d'en analyser le fonctionnement à travers l'étude de ses acteurs et de ses règles organisationnelles et institutionnelles, dans leurs acceptions à la fois coercitive et permissive.

Au sein de ce champ, les analystes financiers¹ apparaissent comme les acteurs emblématiques de l'évaluation des entreprises cotées, activité dite « de recherche » dont l'aspect de valorisation est plus particulièrement souligné et étudié. Cette dernière donne lieu à la rédaction d'études publiquement diffusées au sein de la communauté financière, ayant pour objectif la détermination d'un cours cible, censé intégrer des informations issues de « l'économie réelle », et la proposition d'une recommandation en termes d'investissement ou de désinvestissement.

En tant qu'interlocuteurs privilégiés des directions d'entreprise, les analystes financiers disposent de sources d'information conférant à leurs travaux une attention particulière de la part des autres acteurs de l'intermédiation financière. Ils occupent ainsi, en son sein, une place qui leur confère une visibilité mais également une exposition très forte, cristallisant l'intensité des soubresauts vécus par les marchés financiers. Les avatars de la nouvelle économie avaient ainsi transformé les analystes financiers de « démiurges » en « acteurs sous influence » confrontés à des conflits d'intérêts ou mimétiques dans leur comportement (Sauviat, 2003).

L'analyste financier, tenant institutionnel de l'évaluation des titres de capital, apparaît ainsi, tour à tour, comme un expert ou un acteur dépossédé de son jugement. Cette dualité résonne étrangement, dans une perspective très récente, avec les interrogations soulevées à propos des agences de notation, tenants institutionnels de l'évaluation des titres de créances (Montagne 2009), quant à la pertinence de leur notation. Mais le maintien de ces institutions ne peut que questionner le rôle effectif de ces acteurs au sein de leur communauté d'appartenance.

¹ Plus particulièrement les analystes financiers dits « sell-side » salariés, pour la quasi-totalité d'entre eux, des sociétés de courtage.

L'attention accordée aux analystes financiers par les recherches en finance comportementale et en comptabilité, dont l'article de Ramnath et alii (2008) réalise une taxinomie synthétique et instructive, épouse les soubresauts de l'actualité financière, interrogeant la validité de leur raisonnement et soulevant la question de leur crédibilité. S'inscrivant dans l'appel lancé par Schipper (1991) sur une meilleure prise en compte des contextes institutionnels, ces recherches relèvent du prolongement des travaux du courant théorique « Judgment and Decision Making », issu de l'articulation de recherches en économie financière et de recherches en psychologie sociale et cognitive, qui posent comme référence le modèle bayésien de prise de décision (Beauvois et alii, 2005). Par une analyse de la justesse de des prévisions de bénéfice et des recommandations des analystes, ces recherches ont ainsi essayé d'approfondir l'origine des « biais » au regard de ce modèle normatif, pouvant affecter la formation du jugement des analystes financiers, notamment ceux liés aux comportements mimétiques et aux conflits d'intérêts. Si l'étude des « erreurs » avait conduit à ouvrir « en chambre », la boîte noire de la formation du jugement, ces recherches portant sur les éventuelle « fautes » commises par les analystes intègrent l'environnement social sous une connotation essentiellement négative.

Cette communication a vocation à approfondir la question de l'inscription sociale de l'analyste financier, de son rôle au sein de son champ organisationnel en s'intéressant à l'ensemble du fonctionnement de ce champ. S'inscrivant dans une perspective compréhensive de la formation du jugement et dans une approche théorique relevant de la sociologie économique, elle propose de soulever plus spécifiquement la question des dispositifs d'évaluation auxquels les analystes financiers sont, eux-mêmes, soumis. Ces dispositifs sont ainsi appréhendés comme la clé d'entrée d'une réflexion sur les fonctions officielles mais également plus officieuses, que les analystes remplissent dans leur communauté d'appartenance et qui vont ainsi participer à la construction de leur jugement. Leur étude peut ainsi permettre d'aborder, sous une optique différente, les questions de leur processus de décision, de l'origine de leurs informations, de la nature de leur expertise ainsi que des processus « d'incitation » (Shipper 1991 ; Ramnath et alii 2008). Elle peut ainsi permettre de porter un regard peut-être différent sur les productions publiquement diffusées par les analystes financiers, sous forme d'étude ou via le consensus² destinées à l'évaluer les sociétés cotées..

² Base de données publiquement diffusée regroupant, pour chaque société cotée, l'ensemble des cours cibles et recommandations émises par les analystes financiers sell-side.

La première partie de cette communication rappelle les évolutions du métier d'analyste financier en France en relation avec la progressive structuration de l'industrie de l'intermédiation financière. D'un « chercheur » dans sa tour d'ivoire, l'analyste a dû opérer une « descente » vers les autres acteurs du marché, intégrer des demandes relativement multiformes de la part des gestionnaires de portefeuille et s'insérer dans des constructions relationnelles incluant également les entreprises cotées. L'analyse financière ne donnant pas lieu à une rémunération en tant que telle de la part des sociétés de gestion, la mesure de leur performance s'est posée tant pour déterminer leur volume d'emploi que leurs rémunérations. La singularité du modèle économique des sociétés de courtage, filiale de banque d'investissement rémunérée sur la base de flux de courtage, a été analysée à travers l'influence des conflits d'intérêts auxquels sont potentiellement soumis les analystes, en mobilisant les mécanismes de rémunération et de réputation comme principaux vecteurs. La diversité des résultats obtenus incitent à s'interroger sur des dispositifs à la conjonction de ces deux paramètres, les instruments d'évaluation. Leur analyse permet d'approfondir, en raison de leur diversité de critères, la question du positionnement de l'analyste vis-à-vis des autres acteurs en soulignant une complexité d'un comportement qui dépasse une simple réponse à des incitations (« incentives »). La recherche de compréhension de ces différentes interactions a conduit à l'adoption d'une méthode qualitative de type « grounded theory » (Glaser and Strauss, 1967).

Les deux parties suivantes de cette communication mobilisent différentes facettes du courant de la sociologie économique, s'inscrivant dans la voie tracée par les recherches d'Abofolia (1984) ou comme Baker (1984) sur le fonctionnement des marchés financiers. A travers l'étude du rôle des institutions sur le comportement économique, ce courant théorique apporte une théorie de l'action propre à éclairer les dispositifs sociaux mis en place afin d'assurer les objectifs de coordination (Steiner, 2005). Le concept « d'encastrement », dont Polanyi (1983/1944) avait posé les premières pierres, a été mobilisé selon les différentes acceptions développées. L'analyse, à travers le regard des analystes financiers, des différents dispositifs d'évaluation « de jugement » ou « de promesse » (Karpik 1996) auxquels ils sont soumis, montre comment ces dispositifs répondent eux-mêmes à des objectifs variés voire contradictoires. La primauté accordée à certains dispositifs mis en place par les investisseurs conduit à approfondir la relation de l'analyste financier avec ses clients en s'appuyant sur une analyse mobilisant « l'encastrement relationnel » développé par (Granovetter 2000/1985,

2000/1990). L'importance du relationnel est ainsi réaffirmée au regard du rôle des agencements socio-techniques (Callon 1998, Knorr-Ketina) pas uniquement en tant que support d'échange d'information et de confiance, mais comme modalité même d'élaboration des jugements. « Derrière les portes closes » (Barker, 1998) s'opèrerait un processus susceptible, peut-être, de relever de « l'encastrement cognitif » de l'analyste financier tel que tentent de le définir Dimaggio et Zukin (1990) et surtout Steiner (2002 et 2005).

1. L'orchestration institutionnelle de « la descente » des analystes au cœur des marchés financiers

La légitimité de l'analyste financier se fonde principalement sur l'expertise qui lui est dévolue par des instances économiques et sociales eu égard au rôle qui lui est assigné. En « digérant » un corpus important d'informations et en les transformant en recommandations, il opère la transformation d'un « capital intellectuel » en « capital économique ». Il assure la liaison et, plus largement, crédibilise la relation entre ceux qui ont besoin de capital et ceux qui le détiennent, en « absorbant l'incertitude » (Fogarty et Rogers, 2005, p.341). Cette expertise repose intrinsèquement sur la référence à des connaissances académiques. Une césure est ainsi réalisée entre l'analyse fondamentale et l'analyse chartiste, césure marquée par le champ des informations mobilisées, dites « exogènes au marché » pour la première, et « endogène au marché » pour la seconde, dont les horizons temporels sont également censés être plus courts. L'analyse fondamentale dispose d'un ancrage théorique qui lui offre un support certes pratique, mais surtout, fortement symbolique (Arnold et Moizer, 1984 ; Abbott 1988). Le développement de la présence d'analystes financiers au sein des structures d'intermédiation financière qui se sont progressivement créées en France durant les années quatre-vingt-dix a été ainsi présenté comme un moyen de renforcer la légitimité des structures elles-mêmes et plus largement l'efficacité des marchés financiers. Les modalités de structuration de cette industrie portent cependant, en eux-mêmes, des conditions de dysfonctionnements potentiels.

1.1 La structuration isomorphique des sociétés de courtage aux sociétés de gestion

Si l'analyse financière est pratiquée en France depuis le XIX^e siècle par des « ingénieurs conseil » ou des économistes, le métier d'analyste financier est beaucoup plus récent. Jusqu'à

la fin des années quatre-vingt, les analystes étaient essentiellement employés dans les banques, où la partition organisationnelle entre les différentes activités d'analyse – analyse de crédits ou de titres versus marché primaire ou marché secondaire – n'était que rarement effective. Ce métier était, à cette période, largement considéré comme secondaire (Kirchhof-Masseron, 2007). La transformation des charges d'agent de change en sociétés de courtage et la création des sociétés de gestion comme entités autonomes vont conduire à la structuration actuelle. Le métier d'analyste de titres sur le marché secondaire devient alors identifié en tant que tel.

Les grandes maisons de courtage vont se structurer en miroir aux sociétés de gestion, leurs clients, procédant ainsi à des processus de transformation qualifiables d'« isomorphismes organisationnels » (DiMaggio et Powell, 1983). Les sociétés de gestion françaises, axées sur les « grandes capitalisations », transposent en effet à partir de 1996, les principes de gestion de portefeuilles anglo-saxons, en mettant en œuvre une gestion benchmarkée³ dans un cadre de gestion sectorielle, et adaptent en conséquence leur organisation (Kleiner, 2003). Elles opèrent ainsi une division du travail dite « top-down » entre les économistes, chargés des préoccupations macro-économiques, les stratégestes, chargés de l'allocation d'actifs par secteurs d'activité, les analystes financiers dénommés buy-side, chargés de l'étude de sociétés cotées, et les gérants. Cette division s'inscrit dans la division théorique prônée par Markowitz, fondée sur trois phases, la détermination de la rentabilité d'un titre, l'analyse des combinaisons d'actifs pour trouver les portefeuilles « efficients » combinant de manière optimale risque et rentabilité, et le choix du portefeuille adapté au client (Berstein, 2000).

L'adoption par les sociétés de courtage de la même division du travail entre les économistes, les stratégestes, les analystes financiers dénommés sell-side⁴, et les vendeurs) va conduire à une organisation des flux d'information et plus largement à une structuration des relations entre les acteurs, tant au sein qu'entre les différentes entités.

En externe, l'interlocuteur naturel de l'analyste sell-side devient donc l'analyste buy-side et l'interlocuteur naturel du vendeur, le gérant. En interne, l'analyste se coordonne, en amont, avec le stratégeste, qui définit l'allocation des actifs par secteur. Mais c'est surtout vers l'aval que la question de la coordination a connu l'évolution la plus forte. Les vendeurs représentent

³ Ce style de gestion, s'inscrit dans une perspective financière théorique selon laquelle il est impossible de battre le marché. Ce type de gestion et l'appréciation de sa performance s'effectuent en référence à l'évolution du marché et plus concrètement à celle d'un indice boursier (appelé benchmark).

⁴ Spécialisés par secteur, contrairement aux analystes buy-side

pour les analystes un mode de mise en relation incontournable avec le marché et une indispensable courroie de transmission. C'est en effet le vendeur qui transmet les opinions de l'analyste, de manière personnalisée et adaptée aux clients, qui rappelleront ensuite éventuellement l'analyste. Par ailleurs le vendeur permet aussi à l'analyste d'avoir les remontées du marché.

Ce processus a amené une interconnexion de deux univers vécus antérieurement comme distincts : celui des analystes sell-side (ou buy-side dans les sociétés de gestion) et celui des vendeurs (et des gérants), les analystes analysant les informations émanant des directions d'entreprise et les vendeurs étant plus à l'écoute des fluctuations du marché.

Cette organisation est expliquée, dans un premier temps, par la recherche d'un meilleur ancrage ou d'une « remontée » des gérants et des vendeurs vers le « fondamental ». Mais nous verrons par la suite que les analystes financiers mettent surtout l'accent sur la profonde modification de l'exercice de leur métier et la « descente vers le marché » qui en a résulté.

1.2 Le modèle économique des sociétés de courtage

L'évolution institutionnelle s'est accompagnée d'une modification des modalités de rémunérations de la « recherche » réalisée par les analystes financiers. Jusqu'à la fin des années 1980, dans la période précédant la libéralisation des services de courtage, la recherche était valorisée sous forme d'une commission fixe payée par les gérants. Il pouvait alors exister une analyse financière réalisée par des structures indépendantes comme Détroyat ou la Safé, payée par les gérants par le biais d'un abonnement.

Avec la libéralisation des services de courtage et l'intégration de l'analyse financière au sein des sociétés de courtage, l'analyse financière n'a plus donné lieu à une évaluation marchande⁵ en tant que telle. Les services rendus aux gérants consistant à traiter leurs ordres de bourse et à leur fournir de l'analyse financière, ont désormais été rémunérés en globalité en fonction du nombre d'ordres d'achat et de vente qu'ils sont amenés à passer. Avec le développement des transactions à partir du milieu des années quatre-vingt dix, la « recherche indépendante » n'a pas alors pu résister à la concurrence des sociétés de courtage.

La conjonction de la recherche et de l'exécution des ordres est ainsi devenue une norme en France, comme elle l'est sur les marchés américains. Cette structuration de l'industrie est

⁵ Jusqu'à la récente réflexion développée autour d'un retour à une analyse financière indépendante, peu traduite à ce jour en pratique.

cependant source de potentiels dysfonctionnements, comme en témoignent les recherches sur les comportements mimétiques et les conflits d'intérêts. Ces recherches mettent ainsi en exergue différentes catégories de dérives : une « mutualisation » des coûts de recherche avec d'autres types d'activités des banques d'investissement, l'association de l'analyste à une augmentation artificielle du chiffre d'affaires réalisé en courtage et la volonté de ne pas déplaire à certaines directions d'entreprise. La première dérive se concrétise par l'utilisation des travaux de l'analyste pour des travaux ayant trait au marché primaire (Dugar et Nathan, 1995 ; Michaely et Womack, 1999 ; Dumontier et Dubois, 2007). Elle conduit, comme la troisième dérive, à des prises de positions foncièrement « optimistes » ((Francis et Philbrick, 1993 ; Das, Levine et Sivaramakrishnan, 1998). La seconde dérive, intrinsèquement liée au modèle économique, se traduit par des incitations à des changements plus fréquents de position, auxquels seraient associés les analystes (Irvine, 2004 ; Galanti, 2006).

Il est cependant difficile de faire la part entre l'influence du modèle économique des sociétés de courtage, et par truchement celle des mécanismes de rémunération des analystes financiers, et les phénomènes de réputation. En matière de conflits d'intérêts, certains auteurs, comme Hayward et Boecker (1998), considèrent le « capital réputationnel » comme un facteur d'indépendance, pour les analystes, vis-à-vis des pressions exercées. Dumontier et Dubois (2007) posent l'hypothèse de stratégies différenciées de restitution selon le degré de compétence des investisseurs, permettant aux analystes de réconcilier des intérêts parfois contradictoires, entre les conflits d'intérêts et la construction de leur réputation.

A la conjonction de ces deux paramètres, rémunération et réputation, se situent les dispositifs d'évaluation (Graham, 1999 ; Hong, Kubik et Solomon, 2000, Leone et Wu, 2002 ; Stikel, 1992 ; Moyes *et alii* 2001). Leur importance va cependant bien au-delà. Bien qu'insérée dans des échanges économiques, le travail réalisé par les analystes financiers n'est pas valorisé par un prix de marché et se retrouve enchâssée dans « une économie de la qualité ». La mesure de la performance de l'analyste est alors recherchée, tant par les clients que par leur organisation d'appartenance, au travers de différents « dispositifs de jugement » ou « de promesse » (Karpik, 1989). L'étude de ces dispositifs d'évaluation permet de cerner les dimensions certes cognitives mais également plus « sociales » qui sont attendues de l'analyste et de préciser certains aspects d'exercice du métier d'analyste plus méconnus mais formant la toile de fond de la formation de son jugement.

Le développement de relations commerciales, les mettant en prise directe avec le client a, en effet, profondément modifié les modalités de restitution et le temps consacré à l'analyse

proprement dite. Les analystes financiers se retrouvent ainsi en prise direct avec des clients dont les modes de gestion se révèlent difficiles à cerner, en raison de la diversité des gestionnaires, du recours à des modes de gestion intrinsèquement dépendants de la santé des marchés financiers mais également de la capacité des gestionnaires à recourir de concert à plusieurs modèles théoriques de gestion ainsi qu'à jouer sur plusieurs horizons d'investissement. L'existence de clients, potentiellement fort différents dans leurs attentes, soulève des questions sur la manière dont ces attentes se matérialisent, dont elles sont repérées par l'analyste et dont l'analyste sell-side y répond. Les outils utilisés par les analystes sell-side pour diffuser leur recherche, qu'il s'agisse du consensus des analystes⁶ ou des études, ne semblent pouvoir répondre qu'à des demandes relativement similaires. Il existe donc un paradoxe apparent entre une diversité d'attentes potentielles et la relative standardisation des outils de diffusion publique de la recherche. Ces interrogations se couplent à celles portant sur la diversité des dispositifs d'évaluation existant. Elles militent ainsi pour la mise en œuvre d'une méthode de recherche permettant d'analyser en profondeur cette apparente complexité.

1.3 Mise en œuvre d'une démarche interprétative fondée sur les principes de la « Grounded Theory »

La mise en œuvre d'une démarche interprétative, fondée sur les principes de la théorie enracinée ou « Grounded Theory » (Glaser et Strauss, 1967) a ainsi permis de mettre en évidence des mécanismes plus complexes de formation du jugement de l'analyste. Elle s'est fondée sur la réalisation de plus d'une cinquantaine d'entretiens sur la place financière de Paris, d'une durée oscillant entre une heure trente et deux heures et l'étude de documents, réalisés dans un cadre formel et pratiquement tous enregistrés. Cette communication mobilise aussi les descriptions des évaluations présentées sur les sites des différents organismes réalisant la mise en œuvre des « prix » décernés aux analystes. Elle s'appuie néanmoins plus particulièrement sur les entretiens réalisés entre janvier 2005 et juillet 2006, auprès des investisseurs (analystes buy-side et gérants) ainsi que la seconde vague des entretiens réalisés auprès des analystes financiers sell-side entre juillet et septembre 2006. Une description des personnes rencontrées fait l'objet des annexes 1 et 2 et le guide des entretiens auprès des analystes financiers de l'annexe 3.

⁶ Base de données regroupant, pour chaque société cotée, l'ensemble des cours cibles et recommandations émises par les analystes financiers sell-side.

Les premiers entretiens auprès d'analystes sell-side ont été réalisés en essayant de combiner la diversité des secteurs de spécialisation, des employeurs, des sexes, l'adhésion ou non à la SFAF. De ces entretiens, la question du modèle économique des sociétés de courtage et de ses impératifs a spontanément émergé, comme en témoignent les propos de ce jeune analyste, employé par la filiale d'une banque d'investissement suisse : *Dans le jugement de l'analyste, sont peut-être intégrées beaucoup de dimensions que l'on ne saisit pas forcément a priori. (...) La dimension économique de rentabilité. Le but, c'est de faire gagner de l'argent. On n'est pas le CNRS* » (AS6F). Ces impératifs sont associés à une vision des analystes « centres de coût », clairement en cette fin d'année 2004, phase de creux du marché boursier. La seconde vague d'entretien auprès des analystes a plus explicitement intégré et approfondi trois grands thèmes, dont deux ont trait directement avec cette communication, la question de l'inscription sociale de l'analyste et celle de l'articulation entre approche fondamentale et les mécanismes de formation des cours.. Ils ont notamment été développés à travers « les attentes vis-à-vis des analystes financiers de la part des différents acteurs », la signification que revêt le fait de « se tromper » et l'importance à accorder ainsi que leurs relations avec les investisseurs sous l'angle des modalités, des circonstances, des apports respectifs et des difficultés rencontrées. L'échantillonnage théorique a également explicitement intégré la recherche d'analystes dits « stars », non en fonction des prix reçus mais de l'appréciation des investisseurs issus des entretiens.

Le processus de conceptualisation a été structuré par l'alternance de phases d'induction et de déduction. Les théories sociologiques néo-institutionnalistes, en particulier la synthèse des approches réalisées par Scott (2001 p.77) a permis de structurer une première approche mettant en évidence l'importance pour les analystes, d'avoir accès au marché, et notamment d'établir une relation directe avec les clients. Cet accès en continu « au marché » jugé indispensable pour saisir des interprétations plus conjoncturelles et moins stabilisées que ne le sont les référents institutionnels, a orienté la recherche vers le cadre d'analyse apporté par le courant de « la nouvelle sociologie économique ».

Les échanges économiques entre les analystes financiers sell-side et leurs clients présentent en effet certaines particularités, communes avec ceux qui existent entre les avocats et leurs clients, qui les distinguent d'un fonctionnement marchand traditionnel. Les concepts développés par Karpik (1989, 1996) permettent d'étudier des dispositifs de construction sociale mis en place afin « d'équiper » cette relation et d'apporter aux acteurs les ressources

cognitives dont ils ont besoin pour s'orienter. Cette analyse contribue à asseoir l'importance des relations entre analystes et investisseurs lors de l'élaboration de leur jugement respectif.

La conception d'un encastrement de nature réticulaire développé par Granovetter a permis alors d'analyser les relations entre les analystes financiers et les gérants, intégrant un « encastrement relationnel » mettant l'accent sur les relations personnelles, ainsi qu'un « encastrement structural » mettant l'accent sur l'ensemble d'un réseau de relations (2000/1990, p. 208). En matière d'encastrement relationnel, une partition a ainsi émergé d'une remarque du premier analyste buy-side rencontré appartenant à une très grande société de gestion, en réponse à une question portant sur ses attentes vis-à-vis des analystes sell-side : *« Pour moi, le moins important, c'est la recommandation qu'ils font sur une société et la justesse de la recommandation en fonction des évolutions ultérieures du cours. J'attache beaucoup plus d'importance à la qualité et à la sincérité de l'information qu'ils peuvent apporter. »*. Cette assertion, en rupture avec l'importance académique et professionnelle donnée à la recommandation, conduit à approfondir cette dimension. Les entretiens sont alors recodés pour aboutir à la distinction de deux types d'attentes de la part des clients : des attentes substantives, où l'analyste sera jugé sur la qualité de ses recommandations et des attentes qualifiées de procédurales, dans le sens où il est attendu de l'analyste financier sell-side des modalités de raisonnement et qui se caractérise notamment par un certain degré d'encastrement relationnel. Elle conforte par ailleurs ce que l'analyse des dispositifs d'évaluation laissent pressentir. Les liens interpersonnels, définis par Granovetter (2000/1973, p. 46) par quatre dimensions, « une combinaison de quantité de temps, une l'intensité émotionnelle, une l'intimité ou confiance mutuelle, et des services réciproques » (2000/1973, p. 46), se retrouvent, hormis l'intensité émotionnelle, dans les attentes exprimées par certains analystes buy-side et les gérants. Le développement, avec le temps, de liens interpersonnels, permet de stabiliser la relation, en développant une adéquation effective favorable à une construction mutuelle des jugements.

« L'encastrement structurel » transparaîtra progressivement et s'intensifiera avec les entretiens réalisés auprès d'analystes « stars ». La connaissance « du marché », recherchée tant par les analystes financiers sell-side que par les analystes buy-side et les gérants nécessite en effet une capacité à entrer en communication avec des personnes susceptibles d'être à la connexion d'un nombre important de relations différentes et/ou d'être en relation avec des acteurs référents. Le positionnement au sein du réseau est à ce titre mentionné comme un élément crucial de réussite pour un analyste, faisant de lui un acteur incontournable, tant pour les investisseurs que pour les directions d'entreprises.

Les phénomènes à l'œuvre semblent cependant dépasser un renforcement de la qualité des informations échangées et seraient plus de nature à se rapprocher d'une conception de l'encastrement telle que développée par DiMaggio et Zukin (1990) ou Steiner (2005). Critiquant la nature purement « structurelle » de la conception de Granovetter, DiMaggio et Zukin (1990) proposent en effet une conception sociologique plus élargie de ce concept, mettant en évidence l'existence des structures mentales posant les limites de la rationalité économique : « l'encastrement culturel », par l'influence jouée par les représentations collectives culturelles ou religieuses, et « l'encastrement politique », en particulier les luttes de pouvoir. Steiner s'appuie sur leur travaux en insistant sur la nécessité d'approfondir la question de « l'encastrement cognitif » trop rapidement abordé, selon lui, par DiMaggio et Zukin (1990) (2002, p. 37). La dimension cognitive, précise-t-il, regroupe à la fois « les informations à la disposition des agents, les compétences cognitives, c'est-à-dire la manière dont ils pensent le monde mais également les valeurs par lesquelles ils se représentent le monde » (2005, p. 104). Afin de préciser ce concept il se réfère aux travaux de Callon, sur la « performativité » de l'économie via des « agencements socio-techniques », ainsi qu'à ceux d'Orléan qui montrent comment la théorie économique est utilisée à titre de légitimation.

2. Analyse des dispositifs d'évaluation de l'activité de la « recherche » des analystes financiers

L'analyse des dispositifs d'évaluation de l'analyste financier a vocation à cerner, selon la portée de ces dispositifs, les dimensions selon lesquelles l'analyste est jugé et les répercussions sur les pratiques.

Le travail de l'analyste donne certes lieu à des évaluations internes, reposant sur des mécanismes de notations par les vendeurs et la hiérarchie. Mais il est également évalué par un système de notation externe par les clients, qualifiable de « dispositif de promesse ». Les volumes de courtage sont, en effet, répartis en fonction d'une note, intégrant une appréciation des analystes, des vendeurs et des traders d'un bureau donné. Par ailleurs, des « prix », donnant à l'évaluation des analystes un caractère public, sont également réalisés chaque année, prix qui peuvent être mobilisés dans l'évaluation de l'analyste au sein de son organisation d'appartenance. La diversité des dispositifs reflète tant la diversité des critères, dont la justesse des prévisions des bénéfices et des recommandations ne sont qu'un élément

parmi d'autres que les modes de fonctionnement du champ organisationnel, entre évalués, évaluateurs et constructeurs d'outils d'évaluation.

2.1. Une perception critique des « prix », dispositifs de « jugement » externes et publics d'évaluation

Contrairement au réseau, qui représente un « dispositif de jugement fondé sur la confiance personnelle », ces classements rentrent dans la catégorie des « dispositifs de jugement fondés sur la confiance impersonnelle » (Karpik, 1996). Ils présenteraient l'avantage de faire circuler plus rapidement, et sur une plus grande échelle, les informations afférentes. Cette diffusion de masse les rendraient donc plus susceptibles, a priori, d'être représentatifs des critères de qualité attendus.

Pratique ancienne dans les pays anglo-saxons, les outils de classement des analystes et des bureaux de recherche ont été développés plus récemment en France sous l'égide de sociétés privées, StarMine et AQ⁷, ou d'associations d'analystes, telles que la SFAF en France et la SFAA⁸, en Suisse. Selon l'objet de l'évaluation ainsi que les modalités de mesure utilisées, on peut distinguer les « dispositifs d'efficacité » et les « dispositifs de notoriété ».

Les dispositifs de « notoriété »

Les dispositifs de « notoriété », mis en œuvre à partir des années soixante-dix aux Etats-Unis et en Angleterre par des sociétés de presse, sont les plus anciens. Le « All-American Research Teams », prix instauré par le journal américain *Institutional Investor*, et le classement Extel Financial, mis en place par le *United Newspapers Group*, apparaissent ainsi comme les références en matière de classement des analystes financiers et sous-tendent une part non négligeable de la rémunération de ces derniers (Leone et Wu, 2002). Ces méthodes d'évaluation qualitative ont été transposées par l'AGEFI en France en 1993 pour les analystes français et s'articulent aux classements européens d'Extel.

Les gérants et analystes buy-side européens désignent, par un vote, les équipes⁹ qui ont leur préférence. La note est calculée selon le nombre de citations, leur rang (de premier à

⁷ Accuracy Quotient.

⁸ Swiss Financial Analysts Association.

⁹ De 1993 à 2000, les votes étaient nominatifs. À partir de 2001, les prix sont attribués à des équipes.

cinquième) et est pondérée, depuis 1999, par un coefficient tenant compte de l'importance des actifs sous gestion de celui ayant réalisé le vote¹⁰.

Ce vote reflète « une opinion globale ». Le règlement préconise de tenir compte de « la fiabilité des prévisions de résultats, de la pertinence des recommandations, de l'à-propos des appels (réactivité par rapport à l'actualité, valeur ajoutée...), des expertises sectorielles ou géographiques ainsi que de la qualité des documents émis (morning fax, stock guide). Cette notion « d'opinion globale » peut ainsi être assimilée à une appréciation de notoriété, comme le développe un gérant : *« C'est un note d'expérience, de qualité de relation avec le marché (...). Il va y avoir ce phénomène d'impression dans l'esprit. (...) À la limite, on peut se rappeler un truc, mais ça peut être aussi le reflet d'une notoriété spontanée, d'une réputation qui fait que l'on pense souvent à eux. »*.

Les dispositifs « d'efficacité »

En 1998, à l'initiative notamment de gestionnaires de fonds, furent créés, par StarMine¹¹, société américaine, et AQ¹², société anglaise, deux outils « concurrents » d'évaluation quantitative. Ces deux sociétés opèrent à partir des bases de données de Thomson Financial, se fondent sur la segmentation sectorielle GICS¹³ et diffusent publiquement le résultat de leur classement au travers de journaux attitrés¹⁴. Les classements sont réalisés à l'échelon national et européen, sectoriel et global, par analyste et par bureau. À partir de 2003, l'association des analystes suisses propose sa propre évaluation, via le progiciel Isfa¹⁵. Les trois outils d'évaluation quantitative utilisent globalement, à ce jour, les mêmes critères : la validité des recommandations, mesurant « le timing d'investissement », et la précision du bénéfice par action. Ces méthodes sont présentées comme « indépendantes » des appréciations des sociétés de portefeuille lors des calculs de raking, « objectives ou scientifiques », « mesure unifiée des performances », permettant une évaluation « quantifiée et comparable », se fondant sur le « propre travail de l'analyste, la prévision de bénéfices et l'anticipation des évolutions des cours de Bourse ». La mise en œuvre de ces outils suppose cependant le respect de plusieurs

¹⁰ Pondération ajustée si deux répondants d'un même établissement votent pour des personnes ou des établissements similaires.

¹¹ Source : <http://starmine.com>. Société créée par trois actionnaires, deux groupes de sociétés d'investissement, et une société Internet.

¹² Source : <http://www.aqresearch.com> Société créée par Graham Field Actionnaires.

¹³ Global Industry Classification System, nomenclature dite « internationale » proposée par FTSE Group et Dow Jones Indexes et rendue obligatoire par Euronext à partir de 2005.

¹⁴ *les Echos*, pour la France. Les classements détaillés sont directement accessibles sur le site de StarMine à la différence d'AQ.

¹⁵ Information System for Analysts.

critères, la comparaison des analystes sur la base d'échantillon cohérent avec les valeurs suivies, l'homogénéisation des types de recommandations, la prise en compte des types de recommandations, des dates de recommandations et de l'horizon visé.

Cette évaluation centrée sur la valorisation peut-être qualifiée de substantive dans le sens où l'analyste est assimilé au gérant et jugé comme s'il devait prendre la décision d'investir. L'évaluation des dispositifs de notoriété peut en revanche présenter un caractère plus « procédural » dans le sens où elle n'apporte qu'une aide à l'investisseur dans son propre processus de décision.

Une reconnaissance plus marquée pour les dispositifs de notoriété

Pour être véritablement opérationnelle, « l'opération de connaissance » que ces dispositifs réalisent doit correspondre aux attentes des différents acteurs et être reconnue comme crédible. Or comme tout dispositif de jugement, les différents classements ne sont pas exempts de critiques ou de rumeurs de manipulation (Karpik, 1996).

Les dispositifs d'évaluation « d'efficacité » font l'objet de jugements assez sévères de la part des différents analystes sell-side interrogés sur le sujet, y compris de la part d'analystes reconnus par ces prix. Plusieurs types d'arguments sont avancés : l'inadéquation avec le métier même d'analyste, l'introduction de biais, voire des interrogations sur les modalités mêmes de classement.

La première critique porte donc sur l'absence de pertinence de ce type d'évaluation avec les attentes des clients. D'une part ce dispositif évalue les analystes en utilisant les critères propres à l'évaluation d'un gérant : « *Cette approche rationnelle des performances, c'est ridicule. Car un client ne nous demande pas ça. C'est impossible d'avoir raison tout le temps (...). Aucun client ne va dire : " StarMine, tu as cinq étoiles, c'est bien " . Le client, il s'en fiche, il me parle tous les jours. Il va savoir que je me suis gouré sur S. ou sur SG mais que j'ai poussé X. comme il fallait, et donc au final qu'il a gagné plus d'argent* », critique un premier analyste sectoriel. D'autre part, en raison du caractère quantitatif de leur évaluation, ces dispositifs ne reflètent que très imparfaitement les attentes des investisseurs. Leone et Wu (2002) mettent également en exergue l'importance de l'analyse sectorielle et la qualité du service rendu, comme critères retenus par les analystes buy-side dans les votes qu'ils réalisent pour le classement de *l'Investor Institutional*. Ces auteurs expliquent d'ailleurs la suprématie de ce type de classement sur les classements plus quantitatifs, par la prise en compte de ces éléments subjectifs plus en adéquation avec l'attente des analystes buy-side.

Ces dispositifs sont également perçus comme des mécanismes pouvant orienter voire biaiser le travail de l'analyste. « *Même AQ, dans les prévisions de résultats, c'est pathétique. Si vous regardez la méthodologie, plus vous changez de chiffres, plus vous êtes pénalisé. Il vaut mieux attendre une semaine avant et hop ! se recalculer, plutôt que d'essayer de comprendre les subtilités* » reproche un analyste sectoriel. Enfin, la méthodologie employée, malgré une description précise peut donner lieu à suspicion. « *Sur l'histoire de StarMine, je m'aperçois qu'il y a une ou deux années où j'avais assez bien marché et je suis arrivé 5^e. J'ai regardé les quatre mecs avant moi, je n'en connaissais aucun. Donc c'est pour vous dire. On est une suffisamment petite communauté pour savoir qui compte et qui ne compte pas* », s'insurge un analyste sell-side reconnu dans son secteur.

Les dispositifs de notoriété n'échappent cependant pas non plus aux « soupçons d'opportunisme » (Karpik, 1996). Les prix de l'AGEFI/Extel se fondent sur un vote dont les tenants sont considérés difficilement identifiables et susceptibles de conduire, par ailleurs, à certaines dérives.

Les critiques se portent sur le caractère fortement informel contribuant à l'inscription de ce dispositif dans une logique de réseaux et de lobbying. Cette critique rejoint celle adressée au classement du magazine *Institutionnal Investor*, taxé de « concours de beauté » (Leone et Wu, 2002). « *C'est plus du copinage qu'autre chose, mais je dis peut-être cela car je ne l'ai pas eu* », précise une analyste sell-side. Un autre type de critique porte sur la segmentation opérée entre les bureaux, énoncé sous forme de constatation par un analyste sell-side chevronné d'une grande maison : « *Vous retrouvez toujours les mêmes maisons au top ten et tous les locaux ne percent pas* », ou sous forme de préconisation par un analyste sell-side plus jeune : « *C'est important de parler aux clients de taille importante car il y a une pondération dans ces notations en fonction des clients. Donc, c'est important d'être en contact avec les grands.* ».

Ces dispositifs organisent ainsi une hiérarchie entre les analystes selon la visibilité qu'ils accordent ou dont ils privent l'analyste financier en accentuant les écarts entre les analystes mis en lumière et ceux relégués dans l'ombre, comme le fait pudiquement remarquer un analyste sell-side d'une grande maison : « *Il y a une corrélation, en général, entre la maison et la notoriété de l'analyste (...). Dans une société ayant beaucoup de force de frappe, beaucoup de vendeurs appellent des clients qui ont une certaine surface et donc du poids quand il faudra voter.* ». Les classements trouvent ainsi leur signification dans une

« fondamentale circularité¹⁶ » (Karpik, 1996) qui, pour les analystes, pourrait se transformer en syllogisme : Les analystes ayant le plus de voix sont les meilleurs, or les analystes des grandes maisons ont le plus de voix donc les analystes des grandes maisons sont les meilleurs.

Alors que les dispositifs quantitatifs, de type AQ ou StarMine, n'apparaissent pas (encore ?) comme des outils de référence ni pour les gérants, ni pour les analystes, le fait d'apparaître dans les prix de l'AGEFI peut constituer un enjeu auprès des investisseurs comme le précise l'analyste sectoriel de grandes maisons de courtage : « *AQ et RQ, ce n'est pas ceux-là qui sont regardés (...). C'est plus notre égo à nous, mais ce n'est pas ce que l'on vend au client. C'est Extel et AGEFI qui vont dire que vous êtes « rackés », que vous avez les 5 meilleurs analystes.* ».

Les investisseurs peuvent d'ailleurs manifester une profonde distance en raison de la « campagne électorale » orchestrée. « *Pendant la période des votes, il faut appeler le client toute la journée en lui disant : “ vous savez, c'est les votes, il faut voter pour nous ”* », indique l'analyste d'une grande maison. Ce procédé est souvent mentionné par les clients, avec un certain agacement, voire magistralement critiqué. Un gérant d'une grande société de gestion s'insurge : « *On est dans un système où on demande au client de passer du temps pour aider le fournisseur. Moi, en fin d'année, je ne demande pas à mes clients de m'aider à déterminer le bonus de mes collaborateurs.* » (G6). Éminemment critique, il rappelle en substance les objectifs sous-jacents à ces prix. « *Le prix, il est fait pour quoi ? Son principal moteur, c'est son promoteur. Du coup, il va construire la notoriété sur sa marque et dire à l'intéressé : “ vous avez un prix donc communiquez dans mon journal ”* ». Pour les clients, leur évaluation présidant à la répartition des courtages se fonde essentiellement sur la relation qu'ils développent avec les analystes. C'est cette évaluation qui demeure la référence pour les analystes financiers sell-side.

2.2 L'importance normative des dispositifs d'évaluation externes et privés de « promesse » ou de « récompense »

Le mécanisme central d'évaluation intra-organisationnel demeure les processus d'évaluation des clients en fonction desquels ils accordent leurs courtages. Les sociétés de gestion attribuent de manière trimestrielle ou semestrielle des notes aux sociétés de brokers intégrant une évaluation des analystes, des vendeurs et des traders. Cette procédure permet de

¹⁶ « Les disques les plus vendus sont les meilleurs et les meilleurs sont les plus vendus. »

rationaliser la sélection opérée et joue le rôle d'un dispositif de « promesse » ou de « récompense » qui va garantir une certaine prévisibilité de l'échange. Si les « dispositifs de jugement » sont porteurs de « préférences facultatives », les « dispositifs de promesse » sont associés plus nettement à une sanction sociale, qui se traduit, dans le cas présent, par l'arrêt du référencement en termes de courtage. En tant qu'« agencement symbolico-matériel », le processus de notation a pour effet de maintenir l'esprit des engagements dans le temps et dispose, à ce titre, d'une très forte connotation normative (Karpik, 1996).

Cette norme construite par les sociétés de gestion, donc de manière plutôt unilatérale, permet de justifier le processus de sélection opéré, comme l'explique un ancien analyste sell-side devenu gérant : « *F. peut dire qu'ils sont éthiques, dans le sens où ils rémunèrent les gens en fonction du service qu'ils apportent. Si W. a 70 points, c'est la n° 7, c'est une commission d'un million de dollars. Si on était n°1, ce serait 5 millions de dollars.* ». Il semble que cette pratique existant dans les pays anglo-saxons se soit diffusée en Europe dans le cadre du processus de diminution du nombre de brokers référents.

Ces évaluations servent ensuite à définir les rémunérations dans le sens où, à l'instar de celles de gérants (Kleiner, 1999) ou des traders (Godechot, 2001), les rémunérations des analystes intègrent une part importante de rémunérations variables ou « bonus ». « *Ça sert aussi à W. pour dire “ vous avez eu zéro, ce n'est pas bien ”. Chez W., il y a un grand tableau avec les 60 premiers clients, les feed-backs des clients, le nom des analystes et la mention “ a scoré ou n'a pas scoré ”. Et donc, ça sert à calculer la rémunération des analystes* », raconte un ancien analyste d'une grande maison de courtage anglo-saxonne. Le travail de l'analyste sell-side est donc fortement articulé aux attentes que ses clients peuvent nourrir à son égard.

2.3 Une posture idéale tridimensionnelle

L'étude des dispositifs d'évaluation publics ne permet pas de faire émerger avec précision un ensemble de critères unanimement reconnus. Les critères d'évaluation semblent multiples et intrinsèquement liés aux modes de relations développées.

Trois composantes apparaissent ainsi comme récurrentes :

- une composante fondamentale assimilable à une connaissance du secteur et des sociétés couvertes, une curiosité, un esprit critique ;

- une composante commerciale, correspondant à la capacité de l'analyste à savoir « faire passer son message », mais, plus globalement, relative à la capacité de rendre service ;
- une composante boursière, recouvrant la connaissance, par l'analyste, des raisonnements des autres acteurs du marché et du fonctionnement de ce dernier.

À première vue, ces trois composantes pourraient paraître relativement conciliables. Les propos d'une analyste mettent en évidence la complexité de ces critères d'évaluation posant des postures types délimitant un continuum : *« On peut dire que c'est quelqu'un qui connaît bien son secteur, ses valeurs, et qui a un très bon accès aux sociétés. Deuxième réponse possible : c'est quelqu'un qui émet de bonnes recommandations et qui permet aux clients de faire de bons investissements et de gagner de l'argent. Les deux ne sont pas forcément incompatibles. Ensuite, il y a tout ce qu'il y a entre les deux. Etes-vous un bon analyste si vous avez su anticiper telle ou telle évolution d'une société alors que personne n'a su l'anticiper, mais que personne ne vous a suivi car personne ne vous a cru ; ou un bon analyste, est-ce celui qui, au final, avait tout faux mais pas sur le cours de Bourse ? »* (AS4).

Les propos d'un responsable d'un bureau d'analyse (AS5) contribuent à souligner l'importance cruciale de la relation de l'analyste aux autres acteurs du marché : *« Je ne suis pas certain que ce soit un métier où il faille être intelligent. Car quelqu'un de brillant ou de trop précoce dans ses recommandations peut dire des choses qui, un jour sont vraies mais aujourd'hui, en l'occurrence, sont fausses. C'est un peu provocateur. Ce n'est pas une conviction. Mais c'est une crainte »*, conclut un responsable de bureau d'analyse (AS5).

Cette indispensable capacité d'adaptation à la mouvance des marchés financiers est analysée de manière approfondie par un gérant, ancien analyste de grandes sociétés de courtage anglo-saxonnes (parcours représentatif de la réussite dans ce métier) : *« Les attentes du marché sont des attentes qui varient d'un moment à l'autre. J'ai commencé juste après le krach de 1987. On a remis les pendules à l'heure, les gens sont devenus un peu tristes. On a fait venir des auditeurs. J'en étais un. J'ai fait mon trou à l'époque, à partir d'une analyse comptable. (...) Dans les moments d'euphorie boursière, vous développez plutôt une expertise de momentum boursier, de news-flows. Vous ne ressentez pas le besoin d'aller dans les comptes. Vous vous apercevez que c'est bien de surfer sur la vague.(...) Après le krach de 2000-2001, les scandales financiers, les manipulations de compte, les gens sont devenus à nouveau plus prudents et argumentés dans leur analyse. On attend alors davantage de profondeur. (...)*

Pof! On revient à la raison. Les Américains savent faire cela très bien. Avant, c'était " Business, Business ", maintenant, c'est " Compliance, éthique et déontologie. ».

L'appréciation des analystes financiers par leurs clients ne se fonde pas sur une simple observation et prise en compte d'établissement de cours cible et de formulation de recommandation. Les attentes cognitives à leur égard apparaissent beaucoup plus diversifiées et véritablement fonction de la manière dont se construit la relation avec les investisseurs. C'est donc par une étude plus fine et approfondie de ce que les analystes buy-side et les gérants peuvent rechercher auprès des analystes sell-side, que les modalités d'évaluation des sociétés cotées par l'analyste financier, peuvent être analysées.

3. Un marché fonctionnant «derrière les portes closes»

Le fonctionnement des marchés financiers a surtout été étudié au regard de l'information publique communiquée. Shiller (1995) déroge à ses pratiques en mettant en évidence le rôle des conversations dans les comportements mimétiques et de l'inscription de l'information diffusée dans une mémoire collective qui se construit à travers des « communications interpersonnelles ». Sa recherche fait écho à celles de Barker (1998) et de Holland (1998) qui mettent en évidence l'importance des échanges oraux, réalisés ou non dans un cadre officiel. Barker (1998), lors d'une recherche portant sur les modalités d'information des fonds d'investissement, met ainsi en évidence le rôle des rencontres « behind closed doors », entre les directions d'entreprise et les investisseurs et qu'il juge centrales dans la formation des cours boursiers.

Les rencontres « privées » des analystes avec les investisseurs mais également avec les directions d'entreprise apparaissent également déterminantes dans l'exercice du métier des analystes financiers. Leur analyse permet de mettre en exergue le caractère multiforme des relations construites entre les analystes et les investisseurs, tant par les outils de mise en relation qu'elles mobilisent que par leurs attendus. Elles renvoient à des représentations différentes quant aux rôles respectifs des différents acteurs ainsi qu'à leurs responsabilités afférentes. L'imbrication cognitive des processus de jugement menés par les analystes financiers sell-side et leurs clients, gérants ou analyste buy-side, conduit ainsi à poser la question du degré de co-construction des jugements.

3.1 Un encastrement relationnel des relations analystes/investisseurs

Les relations entre les analystes et leurs clients font l'objet d'une structuration concentrique distinguant les relations *intuitu personae* de celles s'établissant avec « la masse » des analystes. Un premier cercle, représentatif de relations de confiance, s'établit entre les clients et deux ou trois analystes par secteur. L'appartenance à des cercles plus extérieurs est représentative de relations moins fréquentes et plus superficielles. Cette configuration des relations rejoint celle mise en évidence par Mottis et Zarlowski (2003) pour les relations qualifiées de « confiance mutuelle de haut niveau » s'établissant entre les directions et les analystes.

L'établissement de la relation peut s'opérer dans un premier temps, de manière « indirecte », par l'intermédiaire des vendeurs qui mobilisent des objets, comme les études réalisées par l'analyste ou la position au sein du consensus. Dans un second temps ou lors de l'existence de forts liens de proximité, la relation s'approfondit à l'occasion d'entretiens en tête-à-tête.

Des intermédiaires (vendeurs, études, consensus) servant de filtres

Les clients peuvent être alertés par une étude ou sa position au sein du consensus, mais ces objets doivent donner lieu à un relai de la part des vendeurs. La primeur est ainsi accordée à l'intervention de ces derniers, en raison de la personnalisation qu'il va opérer. Ils apparaissent ainsi comme l'indispensable courroie de mise en relation de l'analyste avec les autres acteurs du marché en raison de sa connaissance des clients et du tri qu'il va opérer en fonction de leurs attentes.

Outre l'impression de submersion par les informations ressenties par les investisseurs, cette faible utilisation directe des informations publiquement diffusées renvoie également à leur caractère impersonnel et standardisé ainsi qu'à leur caractère public. « Dès lors qu'il publie, il reste ses écrits, et ses écrits sont sous contrôle. Donc, il y a énormément de choses qu'il va pouvoir penser mais pas forcément écrire. », exprime sans ambages une gérante value. Si cette mise sous contrôle fait allusion à la question des conflits d'intérêts, elle fait également référence au fait que, l'écrit, par essence, tend à modérer les propos. « Dans l'univers des valeurs moyennes, il y a avant tout une analyse du management. Un analyste ne pourra pas écrire que tel président est un incapable ou un homme hors norme », poursuit la gérante value précédente.

La lecture des études est donc généralement relativement ciblée et fortement fonction de l'accroche. La recommandation n'est pas analysée dans l'absolu. Elle peut être regardée, en

relatif, de manière statique : le positionnement au consensus, souvent mis en avant par le vendeur, peut être le facteur déclenchant d'une rencontre ultérieure. Mais c'est surtout l'évolution dynamique, le changement de recommandation qui va être l'objet d'attentions particulières.

C'est essentiellement via les rencontres que vont se nouer les processus relationnels. Le degré d'encastrement varie néanmoins selon les conceptions en matière de partage de rôle et de responsabilité.

Des relations soulevant la question du partage des rôles et des responsabilités respectives

Les interactions locales, de face-à-face, sont des moments privilégiés de construction du jugement. Elles permettent, pour les analystes sell-side et leurs clients de procéder à des ajustements réciproques, en termes tant de communication que de partage d'objectifs. Deux grandes catégories d'attentes vis-à-vis des analystes sell-side ont été distinguées. Dans un premier cas, l'apport de l'analyste réside dans la compréhension qu'il apporte et la confrontation qu'il suscite. Dans un second cas la recommandation portée constitue l'apport essentiel de l'analyste. Cette partition est loin d'être neutre et pose en filigrane cette éternelle question de la frontière entre le « fondamental » et le « boursier ».

Lorsque les attentes des investisseurs sont formulées en termes de recherche de compréhension et de confrontation, la relation et l'évaluation qui en découle s'inscrivent dans la durée.

L'analyste est peut ainsi être recherché pour sa connaissance sectorielle et sa compréhension des modèles stratégiques. *« Il y a peu de gens qui font un travail de fond, de réflexion, pour essayer d'apporter une dimension stratégique, valider ou invalider un modèle de développement. Il y a beaucoup de gens qui se contentent de faire un travail de commentaire de chiffres trimestriels. On s'en « fout » complètement. »* déclare l'analyste buy-side d'une grande société de gestion française. Au-delà d'une phase de recherche de compréhension, c'est le processus d'échanges et de construction et confrontation de scénarios qui est nettement mis en avant. Interrogés sur la valeur ajoutée d'une étude ayant fait date au sein de la communauté financière sur une valeur donnée, un gérant value, en tant que client, et l'analyste sectoriel, auteur de l'étude, répondent en ce sens : *« Sur T., s'il se passe quelque chose sur 2007, cela vaudra 35. S'il ne se passe rien, cela vaudra 20. Quand vous dites à un*

gérant “ cela vaut entre 20 et 35 ”, quelqu’un de normal vous dirai merci. Pour un vrai gérant, c’est utile, car cela donne l’univers des possibles. (...). La vie n’est pas une ligne droite. ».

Les échanges de confrontation ont besoin, pour se développer, de s’inscrire dans des relations de confiance, reposant sur une bonne connaissance mutuelle et s’inscrivant dans la durée. « *Le fait d’avoir des relations assez bien établies, constantes et régulières, d’assez bien connaître la personne, nous permet de juger de la sincérité du discours.* » explique un analyste buy-side (BS6). Cette sincérité englobe également la reconnaissance des erreurs fait remarquer un autre analyste buy-side en expliquant qu’il intègre ce point dans sa notation. L’évaluation intègre ainsi non seulement la pérennité d’une relation mais également la création de liens plus étroits et personnels. « *Je peux très bien connaître un client depuis dix ans. Même si je ne suis pas au top sur telle ou telle société, il va quand même continuer à me noter au-dessus de ce que je vaudrais réellement. C’est ça qui est bien. Ce sont nos clients qui nous notent et pas une société indépendante sur des critères super simples* », expose un analyste sell-side. La construction d’affinités entre analystes et gérants « débutants » sert de socle pour le déroulement des carrières respectives, sur la base de besoins évoluant de concert. « *Une des manières pour un analyste encore jeune, c’est de faire des gros documents qui peuvent aider les gens qui ne connaissent pas bien les sociétés. Donc vous créez une génération d’analystes qui aident de jeunes gérants. Après, l’analyste en a marre de rédiger de gros trucs. Il préfère l’écume et l’investisseur aussi, et vous vieillissez ensemble* », préconise un ancien analyste sell-side devenu gérant.

Cette posture se distingue par la faible importance donnée à la recommandation comme en témoignent les propos d’un gérant d’une grande société anglo-saxonne « *La reco ? Non. On regarde la connaissance, la valorisation. Qu’ils nous envoient un truc à acheter ou à vendre, on s’en fout un peu.* » (G6). Ce rôle d’échanges n’est cependant pas forcément valorisé au sein de la société de courtage, comme l’explique un analyste sell-side reconnu d’une grande maison de courtage : « *Chez nous, l’organisation du métier est encore très sacralisée autour de “ c’est quoi, ta recommandation ? ” Si vous avez parlé aux vendeurs, il y a encore beaucoup l’idée que c’est nous qui faisons des recommandations et que les clients suivent. (...) Je ne sais pas s’il y a des sell-side qui ont encore la naïveté de croire que c’est leurs recos qui font basculer le client* ». Les raisons de cette absence d’importance des recommandations peuvent être multiples : la faible utilité en soi en raison de leur aspect « momentum », les impacts des conflits d’intérêts potentiels, les biais psychologiques mais

également une certaine approche des rôles respectifs. *Ce que l'on attend d'un bon analyste, c'est de comprendre les fondamentaux de son industrie. Ce ne sera pas forcément quelqu'un qui va anticiper la montée ou la baisse du cours de Cap Gemini car elle peut dépendre de choses complètement déconnectées des fondamentaux.* » explique un gérant, intervenant également comme analyste buy-side sur certains secteurs.

L'analyse des propos des gérants attachés à une évaluation des analystes fondée sur leurs recommandations permet de mettre ainsi en exergue la question des rôles et du partage des responsabilités. L'importance de la responsabilité comme élément déterminant dans le fonctionnement des sociétés de gestion est particulièrement mise en lumière par les travaux d'O'Barr et Conley. Cette recherche, menée sous un angle anthropologique, souligne la manière dont la gestion benchmarkée permet ainsi aux acteurs de se prémunir contre une baisse de cours liée aux marchés en se défaussant, sur ces derniers, de la responsabilité de la baisse des titres gérés. La division du travail afférente à ce type de gestion conduit, par ailleurs, à déconnecter les prises de décision des responsabilités individuelles.

En cas de mauvaises recommandations, les conséquences peuvent ainsi être rejetées sur l'analyste comme l'explique une gérante d'une grande société de gestion : *« C'est la pertinence de la recommandation. C'est ce qui compte. On a tous un devoir de performance. Les gens qui vous ont fait faire de la contre-performance. (...), ça nous coûte trop cher. L'esprit humain ne peut pas tout appréhender. On est obligé de s'appuyer sur les sell-side. Moi, je note les choses essentielles et à la fin de l'année on fait les comptes, et il peut y avoir des grincements de dents. ».*

La recommandation de l'analyste n'est pas forcément jugée de manière péremptoire. Les erreurs de recommandation sont évaluées à l'aune de leurs origines. Les causes exogènes à l'analyste peuvent être ainsi distinguées des causes endogènes. Le « pardon » sera accordé si l'erreur provient de la survenance d'événements macro-économiques n'entrant pas dans le champ de responsabilité de l'analyste, ou de la communication d'informations erronées de la part des directions. Mais le véritable critère est le caractère collectif ou non de l'erreur qui laisse, en filigrane, transparaître l'importance de la référence aux benchmarks dans l'évaluation des performances de gérants.

La relation aux autres acteurs du marché apparaît encore plus prégnante avec l'étude des pratiques de road-shows

3.2 La généralisation des road-shows, cœur des échanges informels et de construction des jugements

L'accès aux directions est un aspect unanimement reconnu et inclus, quasi systématiquement, dans les critères de répartition de courtage. La pratique des « road-shows » consiste, pour l'analyste financier sell-side, à organiser des réunions entre les directions et les investisseurs actuels ou potentiels. L'intérêt premier réside dans le fait de rendre un service à ses clients. Mais le fait d'accorder à un analyste un road-show constitue, pour la société concernée, une sorte de remerciement de la part des directions d'entreprise à ce dernier.

Cette demande généralisée de la part des clients de cette fonction d'intermédiaire vis-à-vis des directions soulève la question de l'indépendance des analystes, soumis à une sorte d'injonction paradoxale. Chaque analyste a en tête des directions de sociétés au comportement quelque peu extrême. « *Un truc classique : si vous êtes allégé sur T., vous avez zéro road-shows.* ». Ce paradoxe est acté par les clients, à l'instar des propos d'un gérant d'une grande maison française : « *Il y a effectivement un cercle vicieux.(...) Effectivement, il est plus facile d'amener une société lorsque l'on est “ strong buy ».* ». Mais pour les clients, la « proximité » avec les directions ou, du moins, la connaissance approfondie de l'entreprise constitue une valeur ajoutée telle, qu'il incombe à l'analyste sell-side de savoir gérer sa relation avec la société ainsi que ses implications.

La réalisation « d'actions commerciales » place en effet l'analyste au cœur des échanges et des relations informelles et lui permet d'accéder à un certain degré de proximité, voire d'intimité, avec les directions d'entreprise et avec les investisseurs. Sa participation effective lui permet de cerner les préoccupations communément partagées par la communauté financière à l'égard d'une société. Mais même s'il n'est pas physiquement présent lors des rencontres entre les directions et les gérants, le partage de temps plus personnels se révèle propice à des « conversations » comme l'explique un analyste financier très reconnu : « *Quand vous avez une soirée, une nuit, enfin, quand vous passez une soirée avec eux, vous commencez à les connaître un peu sur le plan personnel, affectif (...). Et le mec, il finit par vous raconter des trucs et vous lui racontez des trucs aussi.* ».

De manière générale, les analystes soulignent la diminution du temps consacré à un processus de recherche en tant que tel, en raison de l'importance croissante du temps consacré à des actions commerciales. Ce changement d'affectation du temps entraîne des changements dans la manière de raisonner, comme le décrit un analyste sell-side reconnu : « *L'année dernière,*

j'ai pu faire 320 one-to-one ou présentations à des clients individuels. Il faudrait mettre un cierge pour les analystes qui ont encore des idées. En même temps, mon expérience, c'est que c'est souvent dans les voyages, les rendez-vous que vous formalisez vos idées, quand vous argumentez et contre-argumentez.... ».

Si les analystes sell-side ont besoin d'échanges avec les analystes buy-side et les gérants pour « sentir le marché » en retour leurs clients expriment les mêmes objectifs. *« Surtout, ce dont nous avons besoin, c'est aussi qu'ils (les analystes) nous donnent la teneur de la psychologie des réunions auxquelles ils assistent, quand ils voient d'autres gens que nous. Si vous prenez S., la vente de sa branche morte. Ce n'est pas les analystes qui vont nous dire si c'est une bonne ou une mauvaise opération. On le sait. Mais c'est intéressant de savoir que tous les one-to-one sont centrés là-dessus »,* expose spontanément un gérant d'une grande société anglo-saxonne. Cette assertion corrobore les conclusions de la recherche initiée par Barker (1998), mettant en évidence le fait que l'apport des analystes aux gérants de fonds réside moins dans leur fonction de pourvoyeurs d'informations que dans le besoin de tester leurs propres informations et d'avoir une « mesure des croyances partagées par le marché ».

Le réseau est ainsi perçu comme un élément fondamental pour la carrière d'un analyste comme le souligne un analyste réputé : *« La différence entre un bon analyste et un analyste médiocre, c'est d'abord la passion (...) et après, c'est le réseau, les vendeurs, les clients, les sociétés. En permanence, vous mettez en balance ce que disent les uns et ce que disent les autres. ».* Le responsable d'un bureau d'analyse aura recours à cette expression imagée un peu provocatrice : *« ça se rebrasse, c'est la marée, le flux et le reflux. ».*

Ces développements conduisent à modifier la représentation balistique des flux d'informations partant de l'analyste sell-side à destination des autres acteurs du marché. La mise en évidence de l'importance des processus d'interprétations et des besoins d'interaction avec les autres acteurs du marché qui en découlent interroge alors la traditionnelle césure entre le « fondamental » et le « marché ».

Conclusion

Cette communication met l'accent sur la manière dont les systèmes relationnels, de nature institutionnelle ont été mis en place, conduisant à resserrer les liens professionnels entre les analystes financiers sell-side et les vendeurs et à structurer les échanges avec les clients. Cette

évolution, vécue comme « une descente vers le marché », s'est accompagnée d'un renforcement des obligations commerciales puis, à la faveur de la crise du début des années deux mille, d'un renforcement des outils de mesure de la performance des analystes financiers, utilisés pour gérer le volume et la rémunération de ces derniers. L'analyse des dispositifs d'évaluation, auxquels sont soumis les analystes financiers, met en évidence la diversité des critères d'évaluation, dépassant largement la question de la « justesse » des cours cibles et des recommandations mais également la forte influence des dispositifs de promesse mis en place par les investisseurs pour répartir leurs flux de courtage.

Cette analyse permet d'ouvrir les portes closes derrière lesquelles s'établissent une véritable co-construction des jugements entre analystes et investisseurs. Cette co-construction s'établit à des degrés plus ou moins prononcés selon la perception, par les analystes buy-side et les gérants, des rôles et des responsabilités respectifs. À un premier stade, elle se caractérise par des flux interactifs d'échanges d'informations, en opposition à une démarche linéaire et à sens unique articulant sociétés, analystes sell-side, analystes buy-side et gérants. À un degré supérieur, la co-construction évolue d'une conception très balistique des échanges d'informations pour intégrer une approche conjuguant échanges d'interprétations et réflexions. Elle peut aboutir à la question paradoxale de savoir si le rôle de l'analyste est bien d'émettre des recommandations.

Cette communication s'inscrit dans les réflexions afférentes à la question de « l'encastrement cognitif » (Steiner, 2005) des analystes financiers mais plus globalement des acteurs de l'intermédiation financière, concept qui permet de mieux s'interroger sur la construction des valeurs et des référents d'analyse des sociétés cotées. Si certaines recherches comme celles de Callon (1998), de Callon et Muniesa (2003) ou de Brueger et Knorr-Cetina (2002) mettent en évidence le rôle important pris par les agencements socio--cognitifs ou la technologie pour certains métiers comme les traders, il semblerait que l'importance du relationnel, en raison d'une recherche de relations *intuitu personae*, persiste pour les analystes financiers.

Cette question de l'encastrement cognitif est loin d'être neutre pour la réflexion en matière de conventions d'évaluation concernant les informations comptables qui ne peut s'affranchir d'une analyse sur la manière dont l'information sera interprétée. Or confrontés à une pléthore d'informations les analystes financiers cherchent celle qui fera sens, en fonction de considérations propres aux autres acteurs des marchés financiers. La connexion entre la valeur boursière, assise sur des prix de marché ou des modèles financiers, et la valeur comptable

apparaît comme un stade ultime d'encastrement de l'analyste dans un marché financier où la recherche de repères apparaît de plus en plus difficile. Cette réflexion demanderait bien évidemment à être corroborée et approfondie par des analyses dans d'autres pays, notamment anglo-saxons, et ayant recours à d'autre méthodologie d'analyse. Plus généralement l'analyse des dispositifs d'évaluation pourrait également être déclinée à d'autres acteurs.

ANNEXES

ANNEXE 1 : SYNTHESE DES ANALYSTES FINANCIERS SELL-SIDE RENCONTRES

Date	N° (1)	N° Soc .(1)	Secteurs	Particularités	Age/ ancienneté (2)	Formation
15/09/04	1AS	A	G2 Télécommunication	SFAF	55/30	DEUG de mathématiques
17/09/04	2AS	B	A2 Oil gas	SFAF	55/30	Ingénieur
23/09/04	3AS	C	A1 Mining, B4 Steel		30/7	Ecole de commerce
24/09/04	4AS	D	C1 Aéronautique, F3 Média, K	Direction/SFAF	35/11	Ecole de commerce
04/10/04	5AS	E	D1 automobile	SFAF/Direction	40-45/15	Sciences po, lic. chinois
05/10/04	6AS	F	B2 Construction		30/5	École de commerce
08/10/04	7AS	G	F4 Service et K	SFAF	45/6	Sciences Po Bordeaux
11/10/04	8AS	H	D2 Luxe		30-35/10	Ecole de commerce
15/10/04	9AS	I	C3 Electronique Informatique, K	Prix	30/6	« sur le tas »
28/10/04	10AS	J	E2 Alimentaire, K mid caps	SFAF	30-35/4	Sciences Po
08/11/04	11AS	K	K Mid caps	SFAF	50/25	Intec
09/11/04	12AS	L	A2 Oil	SFAF	50+/25	Sciences Po
11/11/04	13AS	M	A2 Oil	SFAF	32/6	Ecole de commerce
20/02/05	14AS	N	G2 Télécommunication		45/5	MSTCF puis BIPE
18/01/05	22AS	O	Banque + immobilier	Devenu gérant	45/20	ESSEC
19/07/06	15AS	Q	C Défense, télécoms...		40/12	
20/07/06	16AS	R	Mid caps		30/5	Univ. Léonard de Vinci
28/07/06	17AS	L	Mid caps	Prix	35/10	DESS Banque finance Maîtrise économétrie
04/09/06	18AS	S	D1 Automobile	Prix	50/25	« sur le tas »
05/09/06	19AS	R	F3 Media	Prix	45/20	HEC
25/09/06	20AS	T	Mid caps		30/5	DESS finance
15/09/06	21AS	V		ISR	45/18	

(1) codes retenus lors des citations d'extraits d'entretiens. (2) Indicatifs

ANNEXE 2 :
SYNTHESE DES INVESTISSEURS RENCONTRES

Gérants (G)

Date	N°	N° société	Catégories	Age/ ancienneté	Formation
18/01/05	1G	O	Blue chip et hedge funds	45/20	Ecole de commerce
07/02/05	3BSG	L	Secto	30/5	
14/02/05	2G	P	Stock-picking	45/20	
21/07/06	4G	W	Stock-picking plutôt croissance	35-40/12	Sciences Po + master italien
24/07/06	5G	X	Secto et SP	55 /30	Sciences Po
08/09/06	6G	Y	Secto	45/15	
15/09/06	7G	F	Price value	60/30	
18/09/06	8G	R	IFRS secto	60/35	Sciences Po

Analystes financiers buy-side (BS)

Date	N°	N° société	Secteurs	Age/ ancienneté	Formation
24/01/05	1BS	Q	Oil et Utilities	50-55	Ingénieur
31/01/05	2BS	R	Télécoms, équip.	40/15	Econométrie + DEA Dauphine
07/02/05	3BS	L	Auto, équip.	30/5	Economie + DESS finance Dauphine
11/03/05	4BS	T	Stock-picking	30-35/ 5-10	Sciences de gestion puis 3 ^e cycle finance Dauphine
15/02/05	5BS	S	Stock-picking	30-35/ 5-10	Univ. éco-stat puis DESS finance et master école de commerce
24/07/06	6BS	Z	Services et Utilities	45/15	

ANNEXE 3 :
GUIDE D'ENTRETIEN AUPRES DES ANALYSTES SELL-SIDE (2EME VAGUE)

Prise de connaissance de l'interlocuteur :

- Organisation de votre maison ;
- Catégories de clients, catégories de valeurs couvertes.

Thèmes abordés par grandes catégories :

La formation du jugement sur une société donnée :

- Le déroulement du processus ;
- Les particularités de l'analyse liées au type de sociétés couvertes (grandes ou moyennes capitalisations) ;
- Les phases les plus difficiles ou les plus délicates (la recommandation, la question du prix cible...).

L'inscription sociale :

- L'approfondissement des relations avec les autres acteurs (vendeurs, analystes buy-side, gérants, directions d'entreprises) (modalités, circonstances, apports respectifs, difficultés) ;
- L'approfondissement des attentes à l'égard des analystes sell-side selon les types de gestion (modalités de repérage, réponses apportées...) ;
- Le fait de « se tromper » : signification, critères, conséquences (dans quels cas), récits de « cas » difficiles.

L'articulation entre l'approche fondamentale et les mécanismes de formation des prix :

- Les trois composantes : « le fondamental, le boursier, le commercial » : définition, interprétation, modalités de conciliation ;
- La question de la connaissance et de l'utilisation du consensus ;
- Les définitions et les modalités d'appréhension du « marché » ;
- Le positionnement respectif des différents acteurs (analystes sell-side, analystes buy-side, gérants).

Les thèmes liés à des informations particulières :

- Les normes comptables internationales et le changement de référentiel ;
- Les informations « extra-financières » et l'investissement socialement responsable ;
- L'évaluation de la « qualité » des dirigeants ;

Parcours initial et professionnel de l'interlocuteur

Conclusion : Points pertinents qui n'auraient pas été abordés. Représentations éventuelles de certains points. Contacts ultérieurs.

BIBLIOGRAPHIE

Abbott A. (1988). *The System of Professions. An Essay on the Division of Expert Labor*, University of Chicago Press.

Abofolia M.Y. (1984). « Structured Anarchy: Formal Organization in the Commodities Futures Market », in ADLER A.A., ADLER P. (coord.), *The Social Dynamics of Financial Markets*, Greenwich, CT JAI Press, pp. 129-152.

Arnold J., Moizer P. (1984). « A Survey of the Methods Used by UK Investment Analysts to Appraise Investments in Ordinary Shares », *Accounting and Business Research*, été, op. 195-207.

Baker W. (1984). « Floor Trading and Crowd Dynamics », in ADLER P.A., ADLER P. (coord.), *The Social Dynamics of Financial Markets*, Greenwich, CT JAI Press, pp. 107-128.

Barker R.G. (1998). « The Market for Information: Evidence from Finance Directors, Analysts and Fund Managers », *Accounting and Business Research*, vol. 29, n°1, winter issue, pp. 3-20.

Beauvois J.-L., Deschamps J.-C., Shadron G. (2005). « Vers la cognition sociale », in DUBOIS N. (coord.), *Psychologie sociale de la cognition*, Dunod, pp. 2-88.

Berstein P.-L. (2000). *Des idées capitales*, PUF.

Bruegger U., Knorr-Cetina K. (2002). « Global Microstructures: The Virtual Societies of Financial Markets », *American Journal of Sociology*, vol. 107, n°4, pp. 905-950.

Callon M., MUNIESA F. (2003). « les marchés économiques comme dispositifs collectifs de calcul » *Réseaux* 2003/6, n°122 p.189-233.

DiMaggio P.J., Zukin S. (1990). « Introduction », in DIMAGGIO P.J., ZUKIN S. (coord.), *Structures of Capital*, Cambridge University Press, pp. 1-36.

DiMaggio P.J., Powell W.W. (1983). « The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields », *American sociological Review*, 48, pp. 147-160.

Dugar A., NATHAN S. (1995). « The Effects of Investment Banking Relationships on Financial Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations », *Contemporary Accounting Research*, vol. 12, n°1, pp. 131-160.

Dubois P., Dumontier M. (2007). « Do Conflicts of Interest Affect Analysts' Forecasts and Recommendations. A survey », in THEVENOZ L., BAHAR R. (coord.), *Conflicts of Interest, Corporate Governance and Financial Markets*, Schulthess Medias Juridiques.

- FOGARTY T.J., ROGERS R.K. (2005). « Financial Analysts' Reports: an Extended Institutional Theory Evaluation », *Accounting Organizations and Society*, pp. 331-356.
- Galanti S. (2006). *Les analystes financiers comme intermédiaires de l'information*, Thèse de Doctorat, université Paris-X.
- Glaser B., STRAUSS A. (1967). *The Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*, Aldine de Gruyter.
- Granovetter M. (2000/1985). « Action économique et structure sociale : le problème de l'encastrement », *Le Marché autrement. Essais de Mark Granovetter*, Desclée de Brouwer, p. 75-114; « Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness », *American Journal of Sociology*, vol. 91, pp. 481-510.
- Granovetter M. (2000/1990). « L'ancienne et la nouvelle sociologie économique : histoire et programme », *Le Marché autrement. Essais de Mark Granovetter*, Desclée de Brouwer, p. 193-222 (1990) ; in FRIEDLAND R., ROBERTSON A.F. (eds.), *Beyond the Market Place, Rethinking Economy and Society*, Adline de Gryter.
- GodechoT O. (2001). *Les Traders, essai de sociologie des marchés financiers*, La Découverte.
- Holland J. (1998), « Influence and Intervention by Financial Institutions in their Investee Companies », *Corporate Governance*, vol. 6, n°4, octobre, pp. 249-264.
- Irvine P.J. (2004). « Analysts' Forecasts and Brokerage-Firm Trading », *The Accounting Review*, vol. 79, n°1, p. 125-149.
- Karpik L. (1989). « L'Économie de la qualité », *Revue française de sociologie*, XXX, pp. 187-210.
- KARPIK L. (1996). « Dispositifs de confiance et engagements crédibles », *Sociologie du travail*, n°4, pp. 527-550.
- KLEINER T. (2003). « La Consécration des gestionnaires d'actifs sur la place de Paris », *Actes de la recherche en sciences sociales*, mars, pp. 42-50.
- Knorr-Cetina K. (2007). « Economic Sociology and the Sociology of Finance. Four Distinctions, Two Developments, One Field », *Economic Sociology the European Electronic Newsletter*, vol. 8, n°3, juillet, pp. 4-10.
- Leone A.J., Wu J.S. (2002). « What does It Take to Become a Superstar Evidence from Institutional Investor Rankings of Financial Analysts », *Working Paper*, University of Rochester.
- Michaely R., Womack K.L. (1999). « Conflict of Interest and Creditability of Underwriter Analyst Recommendations », *The Review of Financial Studies*, special, vol. 12, n°4, pp. 653-686.
- Montagne S. (2009), « Des évaluateurs indépendants », *Cahiers internationaux de sociologie*, vol2, n°127, pp. 131-148.
- Mottis N., Zarlowski P. (2003). « Relations investisseurs et contrôle des marchés financiers », *Revue française de gestion*, n°147, pp. 161-172.
- Moyes G.D., Park K., Williams P.A. (2001). « Factors Affecting Earnings Forecast Revisions for the Buy-Side and Sell-Side Analyst », *Accounting Horizons*, septembre, pp. 112-121.
- O'BARR W., Conley J.M. (1992). « Managing Relationship: the Culture of Institutional Investing », *Financial Analysts Journal*, sept.-oct., pp. 21-27.

Ramnath S., ROCK S., Schane P (2008). « The financial analyst forecasting literature : a taxonomy with suggestions for further research », *International journal of Forecasting*, vol n°24, pp. 34-75.

Sauviat C. (2003). « Deux professions dans la tourmente : l'audit et l'analyse financière », *Actes de la recherche en sciences sociales*, n°146-147, pp. 21-41.

Schipper K. (1991). « Commentary on Analysts' Forecasts », *Accounting Horizons*, décembre, p. 105-121.

Shiller R.J. (1995). « Conversation, Information, and Herd behavior », *American Economic Review*, vol. 85, n°2, pp. 181-185.

Steiner P. (2002). « Encastréments et sociologie économique », in HUAULT I. (coord.), *La Construction sociale de l'entreprise*, EMS, pp. 29-50.

Steiner P. (2005). *La Sociologie économique*, La Découverte, Repères, 2^e édition.

Stickel S.E. (1992). « Reputation and Performance Among Security Analysts », *The Journal of Finance*, vol. XLVII, n°5, décembre, pp. 1811-1836.